



2015年7月6日

世界経済の低迷と金融・資本市場の歪みについて

公益財団法人 世界平和研究所
主任研究員 北浦修敏

日本経済は、バブル崩壊以降、ゼロやマイナスのインフレーションが常態化する中で、海外の輸出市場の動向に左右されやすく、また、金融政策も経済ショックを和らげる効果を失うなど、脆弱な経済構造となっている。本稿では、国際機関等の分析を下に、こうした日本経済を取り巻く世界経済に現在蓄積されているリスクについて報告する。本稿の詳細は、IIPS・研究レポート「世界経済の低迷、均衡実質金利の低下、金融・資本市場の歪みについて—国際機関等の報告を踏まえて—」を参照されたい。

1. 世界経済の低迷と均衡実質金利の低下

IMF・WEO(2015, 1)は、本年4月の時点で2015年、2016年の世界の実質経済成長をそれぞれ3.5%、3.8%程度と見込んでいる。この水準は過去35年間の世界の平均成長率と同水準であり、歴史的に決して低い水準ではないが、中国や資源輸出国の好景気に支えられた2000年代前半の4.5%程度の成長から1%程度低下している。

米国の元財務長官のSummers(2014)はSecular Stagnation(長期停滞)という概念を示して先進国の成長力の低下を指摘し、また、The Financial Times誌のコラムニストのWolf(2015)はバランスシート不況を主張している。前者は、供給面(人口の減少、技術進歩率の伸びの低下、資本財価格の低下、IT企業やベンチャー企業の投資額の減少等)、需要面(過去の過大なレバレッジや住宅バブルの反動等)の双方の現状を踏まえて、足元の経済の低迷が長期的に継続しかねないことを警告している。一方、後者は、経済主体のバランスシートの健全性は安定的な経済成長に不可欠であるにも関わらず、世界中が借入依存症にかかっており、2007年から2014年にかけて多くの国々の債務残高のGDP比が2割から5割以上も増加したことを指摘している。その上で、世界経済の成長力が弱いことから、当面はフィナンシャルリプレッション、マネタイゼーション、インフレーション、債務リストラクチャリング等を組み合わせ対応していくことになるであろうと指摘している。これらの主張を総括するように、IMF・WEO(2015, 2)は、2015年から2020年にかけての各国の潜在成長率の分析を行い、先進国、新興市場国(イマージングマーケット、EM)ともに2000年代前半から潜在成長率が低下していることを指摘している。具体的には、先進国では、危機前(2001年から2007年)の2.25%から今後5年間は1.6%に、新興市場国では同じく6.5%から5.2%に、それぞれ減速することを指摘している。先進国の減速は、危機後の後遺症が続いていること、少子高齢化に伴う労働制約が大きくなること、生産性や資本の伸びが緩やかになることによるものであり、新興市場国では、少子化、投資の減速に加え、既存の成長モデルの下でのキャッチアップのスピード

の減速等が主たる原因としている。

世界経済の低迷に対して、財政に対する信認の高い国(米国やドイツ等)における公共投資で世界経済を浮揚すべきとの指摘もなされている(Summers(2014)やIMF(2014, 2)等)。しかしながら、公共投資の推進には、①医療改革の影響により米国の2014年の財政収支が著しく悪化するなど、多くの先進国で今後高齢化に伴う財政状況の悪化が懸念されていること、②米国・ドイツともに、経済は均衡状態に近く、財政支出の経済に与える効果は限定的とみられること、③インフラ整備を経済対策と結びつけると、無駄な投資が実施されることにつながりやすいこと(インフラ整備は適切な優先順位を十分に検討した上で計画的に実施されることが望ましいこと)等の問題があり、世界経済は、各経済主体のデレバレッジの取組みや構造改革を進めつつ、短期的な景気の調整弁としては金融政策に頼らざるを得ない状況にある。

一方で、世界経済の低迷(投資の減少、過剰貯蓄の高まり)は、世界金融危機後の金融緩和の長期化と相まって、世界の短期及び長期の名目金利をマイナスの水準にまで低下させ、金融政策の余地を狭めている。米国においては、期待インフレ率が1.5%程度でアンカーされていることを前提にすると、名目及び実質の長期金利はそれぞれ2%、0.5%程度と、名目及び実質の短期金利はそれぞれ0%、マイナス1.5%程度となっている。欧州や日本では、期待インフレ率が十分確保できていないため、実質金利の水準は定かではないが、名目金利は歴史的にみて最低の水準で推移している。

今後の実質金利の見通しに関して、IMF・WEO(2014, 1)は、過去30年にわたる世界の実質長期金利の動向(80年代後半から90年代にかけて4%を超える高い水準で推移し、2000年代前半に2%程度まで低下し、さらに近年はマイナスにまで低下)を分析し、米国の10年国債の実質利回りは、実質利回りを低下させた要因(投資の減少、貯蓄の高まり等)が容易に反転しないと考えられることから、当面5年程度は低位で推移すること(上限は2%程度であることを)指摘している。また、Hamilton, et al.(2015)は、経済を均衡化させる均衡実質金利(いわゆる自然利子率)を分析して、①足元の世界の均衡実質金利は少なくとも0.5%程度のプラスとみられること(危機前の水準である2%と比べて低水準となっていること)、②足元のマイナス1.5%程度の米国の実質短期金利は今後緩やかに足元の均衡実質金利の水準(0.5%)に向けて上昇が見込まれること、③今後の実質均衡金利の見通しについては不確実性が高いこと、等を報告している。

2. 金融・資本市場の歪みと市場の混乱の可能性

このように、足元の世界経済は需要不足(貯蓄超過)が継続するとみられ、均衡実質金利の当面の水準も、米国の景気の回復に伴い緩やかに上昇するものの、歴史的にみると低水準で推移するものとみられる。

こうした中で、IMFやBISのレポートでは、金融・資本市場において過度のリスクテイクが発生していることがたびたび指摘されている。とりわけ、米国10年国債の利回りが2%という低水準で推移する中で、長期的に被保険者に高い収益率を約束している年金・保険等の機関

投資家が運用面において高いリターンを追求して、上場投資信託、ヘッジファンド等いわゆるシャドバンキング(以下、投資信託等)を通じて高利回り債券や EM 債券への投資を増加させてきた。

IMF・GFSR(2014)は、こうしたリスクテイクの高まりにより金融資産の価格や利回り(以下、価格等)に歪みが生じていることを指摘している。具体的には、米国の 10 年国債のタームプレミアムが 100BP 程度、B 格付けの社債のスプレッドが 100BP 程度、それぞれ歴史的な水準から下方に乖離していると報告している。また、2012 年以降、米国の株価は、歴史的な水準からみて過大評価の可能性を示しているが、これは主にリスクプレミアムの低下によると報告している。これらはいずれ正常化することが見込まれ、IMF・GFSR(2014)は、国債のタームプレミアム及び社債のスプレッドの正常化だけで、世界の債券の総額 45 兆ドルの 8%程度 3.8 兆ドル(ほぼ日本の国民所得に相当)が失われるとしている。

また、銀行の監督強化に伴い、金融・資本市場における主たる資金の運用主体が商業銀行や投資銀行から投資信託等に移行して、市場の混乱に対してクッションの役割を期待されるマーケットメイカーの層が薄くなり、市場の流動性が低下したことが指摘されている。市場の流動性の低下は、経済ショックに伴う投資家の投売りといった行動に対して市場の脆弱性を高めている。

金融・資本市場の混乱を引き起こしかねない経済ショックとしては、FRB の利上げ、ギリシア・ウクライナ問題、中国経済のハードランディング等が指摘されている。特に、EM の債務問題が、原油等の資源価格の下落に伴い、昨年秋頃から取り沙汰されている。10 年前まで殆ど存在しなかったハードカレンシーによる EM 債券は 2.6 兆ドルの水準に達しており、ほぼ同額に上る EM 向けの国際的な銀行融資とともに、先進国の投資家の過度なリスクテイクの象徴、金融・資本市場の脆弱性の代表例とみられている。この EM の債務には通貨ミスマッチの問題(不動産・建設業のように、借り手の収入源が現地通貨である場合、ドル高の進行によりドル建ての返済額が増加して返済が困難となること)が内在している。ここで指摘した個々の経済ショックは対処可能なものであるが、金融・資本市場を通じて類似の金融資産の価格調整を次々と生じさせ、国際的に経済的な混乱が拡散しかねないリスクがある。

3. リスクを拡大させないために

このように、世界経済の低迷の結果としての金融緩和の長期化とリスクテイクの高まりにより、現在の世界経済は金融・資本市場に歪みを抱えており、各国の政策当局は慎重な対応を迫られている。中央銀行(特に米国 FRB)は市場と注意深い対話を続けることが求められており、また、金融監督当局はマクロプルーデンシャルポリシー(投資信託等への監督等)について見直しを進めている。

さらに、マクロエコノミストの立場から筆者が重要と考えていることは、警告を含む適切な情報提供により個々の投資家に自らのリスクテイクの状況を十分に認識させることである。現在の経済の低迷、貯蓄過剰の状況においては、IMF・WEO(2014, 1)や Hamilton, et al.(2015)が

指摘するように、世界の均衡実質金利や長期国債の実質利回りは当面低水準で推移するとみられる。その一方で、マイナスの実質短期金利、期待インフレ率、タームプレミアム、スプレッド、株式のリスクプレミアムはいずれ正常化していく(修正を迫られる)と考えられる。こうした過程で、一定の市場の混乱は避けられないが、エコノミストがファンダメンタルズに基づいた適切な分析結果を提供することで、投資家が自らのリスクテイクの状況に関してよりの確な認識を持つことができれば、金融資産の価格等の歪みの是正につながるとともに、諸々の経済ショックが顕在化しても、投資家が大挙して投売りを行うような行動をある程度緩和することが可能となろう。

勿論最後に価格を決めるのは市場である。しかしながら、市場参加者はともすると過剰に行動してしまう。経済動向に関して議論を戦わせ、警鐘をならすことは、政府、中央銀行、国際機関、シンクタンク、メディア等のエコノミストの重要な役割である。日本ではデフレが長期にわたり継続しており、金融商品の価格等に関する感覚が麻痺している。日本銀行をはじめとする市場関係者は、米国のカウンターパートのように、金融商品の価格等に関する見通しやファンダメンタルズに基づいた長期的な評価を示すことにより積極的に関わっていくことが期待される。

(参考文献)

- IMF・GFSR (2014), Global Financial Stability Report, IMF, October 2014
- IMF・WEO (2015, 1), "Chapter 1, Recent Developments and Prospects," IMF World Economic Outlook, April 2015
- IMF・WEO (2015, 2), "Chapter 3, Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output," IMF World Economic Outlook, April 2015
- IMF・WEO (2014, 1), "Chapter 3, Perspectives on Global Real Interest Rates," IMF World Economic Outlook, April 2014
- IMF・WEO (2014, 2), "Chapter 3, Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment," IMF World Economic Outlook, October 2014
- Hamilton, D. James, Ethan S. Harris, Jan Hatzius, and Kenneth D. West (2015), "The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future," March 1 2015
- Summers L. (2014), "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound," Business Economics Vol. 49, No. 2
- Wolf, Martin (2015), "How addiction to debt come to even to China?," the Financial Times, 25th February 2015